

# 风险定价-成长股底部价量背离明显，企稳反弹可期

证券研究报告

2022年01月19日

## 1月第3周资产配置报告

1月第2周各类资产表现：

1月第2周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了1.12%，成交额5.4万亿元，成交额持续回升。一级行业中，医药、有色金属和电力设备及新能源涨幅靠前；建筑、家电和建材等表现靠后。信用债指数上涨0.16%，国债指数上涨了0.29%。

1月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——成长股底部价量背离明显，企稳反弹可期

债券——流动性溢价接近疫情后期水平

商品——原油供需平衡改善较慢，油价回到前高

汇率——中美利差持续收窄，人民币性价比下降至中性

海外——加息节奏还在观察期

**风险提示：Omicron 致死率超预期；经济增速回落超预期；货币政策超预期收紧**

作者

宋雪涛

分析师

SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

林彦

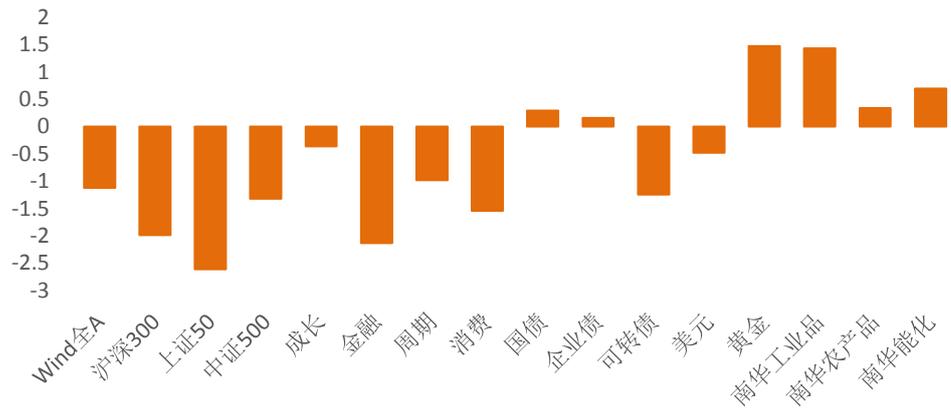
联系人

linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：一致预期正在瓦解，新的预期正在重构》2022-01-18
- 2 《宏观报告：宏观-调降政策利率有何重要意义和影响？》2022-01-17
- 3 《宏观报告：全球供应链压力最大的时候或已过去》2022-01-13

图 1：1 月第 2 周各类资产收益率(%)



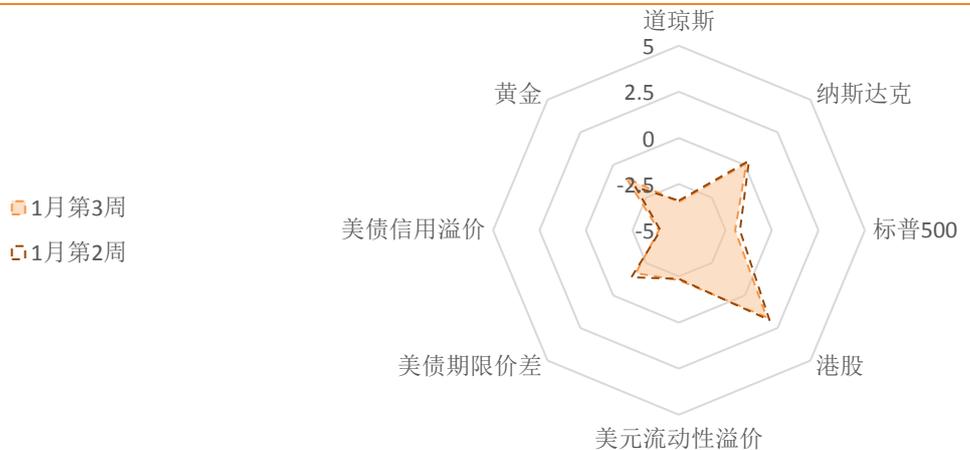
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 3 周内各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：1 月第 3 周海外各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；  
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；  
流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

## 1. 权益：成长股底部价量背离明显，企稳反弹可期

1月第2周，A股市场继续回调，Wind全A周下跌了1.12%，日均成交额为1.075万亿元，尚未达到去年以来缩量止跌企稳的阈值9000万元的水平，技术上仍难称安全。

1月第2周，成长下跌速度有所放缓（-0.36%），日均成交额4,325.17亿元，量能有所减小，价量相关系数已经达到了历史低位的-0.63（1%分位），技术上回撤告一段落的概率较大，短期止跌反弹可期。成长股短期拥挤度降至历史较低水平（24%分位），出现一定超卖的迹象，但是并不极端。

与基建地产相关的高频数据表现一般。1月前两周与12月最后两周的高频工业数据显示：上游生产逐渐改善（焦炉开工率、产能利用率和焦化厂产能利用率环比趋势回升），中下游生产表现分化（PTA开工率周环比上升1.2%，半钢胎开工率周环比下降0.7%），下游钢材消费表现仍然较弱但下降幅度有所收敛。

1月第2周，金融、消费、周期分别收跌2.13%、1.54%、0.98%。金融股的短期拥挤度与上周基本持平（52%分位）；消费股、周期股的短期拥挤度降至中位数以下（48%、40%分位）；成长股拥挤度已经降至去年四月以来的低点（23%分位），进一步靠近极度超卖的水平（10%分位）。拥挤度从高到低的排序是：金融>消费>周期>成长。

市值因子方面，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）分别收跌2.61%、1.98%和1.32%（见图1）。大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度大幅回落，已经来到中位数下方（43%和35%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度较前期有所松动，降至42%分位的中低位置。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>中证500>沪深300。

以沪深300作为基准的A股情绪指数小幅回落（77%分位），大盘蓝筹的情绪有所降温。衍生品市场投资者的乐观情绪维持在高位，但股指期货的基差都从历史高位有所回落。

Wind全A估值水平维持【中性偏便宜】（见图2）。上证50与沪深300的风险溢价持续回落超一个月后首次回升，目前处在【中性】区间，中证500的估值维持【便宜】。金融的估值维持【很便宜】（89%分位），周期估值【便宜】（79%分位），成长估值【较便宜】（75%分位），消费估值【中性偏贵】（47%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

1月第2周，北向资金周度净流入74.45亿，国电南瑞、药明康德、隆基股份净流入规模靠前。南向资金净流入153.36亿港元，情绪有所回暖。恒生指数的风险溢价与上周持平，性价比中性偏高。

## 2. 债券：流动性溢价接近疫情后期水平

1月第2周，央行公开市场操作净投放100亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在15%分位，接近疫情后期的宽松水平。从近期政策的表态以及央行呵护跨年流动性的举措来看，春节前的资金面大概率无需担忧。中长期流动性预期维持在31%分位，最近一个月以来市场对未来流动性环境保持乐观。

1月第2周，期限价差持续回升至43%分位，久期策略性价比中性偏低。信用溢价与上周基本持平（53%分位），内部分化继续，中低评级信用债估值中性偏便宜（风险溢价维持69%分位），高评级信用债估值中性偏贵（风险溢价处于37%分位）。

1月第2周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债短期拥挤度维持在中性偏拥挤位置（63%分位）。可转债交易情绪持续降温，中证转债指数的短期交易拥挤度已从12月初的高位（83%分位）回落至中位数上方（58%分位），转债交易过热的状态进一步缓解。信用债的短期拥挤度与上周持平（45%分位）。

## 3. 商品：原油供需平衡改善较慢，油价回到前高

1月第2周，全球第四波新冠疫情高峰仍在持续，但是部分国家开始过峰回落。美法

德三国周度新增确诊人数继续创下历史新高，但英国新增确诊人数回落较快，1月9日-1月15日单周确诊人数从124万下降至82万。目前各国的致死率和重症率都维持在低位，医疗系统压力也未显著高于Delta爆发时。南非和英国是本轮Omicron疫情中最早爆发的国家，两个国家到达新增确诊人数高峰的时间都在一个月左右。

1月第2周，布伦特油价上涨5.77%，录得86.47美元/桶。近期OPEC和EIA相继发布月度报告，都判断今年全球原油库存补库，幅度存在分歧。原油供需平衡的改善较为曲折。美国原油产能利用率小幅下降，产量较上周减产10万桶（1170万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅回落。布油主力合约相对于6个月的远月合约贴水幅度升至5%以上，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。**

1月第2周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【极贵】。

#### 4. 汇率：中美利差持续收窄，人民币性价比下降至中性

1月第2周，美债实际利率上行6bp，录得-0.66%，达到去年4月以来的最高位置；伦敦现货金价止跌企稳，上涨1.23%，收于1817.93美元。美元指数前期消化货币收紧时间较长，1月第2周收跌0.60%，录得95.16。

1月第2周，美元兑人民币（在岸）收跌0.33%报6.3531。人民币的短期交易拥挤度继续下行至41%分位，情绪中性偏悲观。美债利率的快速上升使得中美利差继续收窄，人民币性价比已经跌至中低位置。净流入中国市场（股票和债券）的境外资金量继续冲高，金融市场资金流向对人民币币值的影响中性偏利好。

#### 5. 海外：加息节奏还在观察期

海外市场对流动性收紧的信号已有定价，但对节奏是连续紧还是先紧后松仍存分歧，需要观察1月FOMC是否会释放3月提前加息的信号。当前全球供应商交付时间开始缩短，生产效率有所提升，全球航运和美国陆运也没有出现更严重的堵塞和阻滞，供应链压力最大的时间或已过去，未来通胀压力逐渐减轻，加息预期会逐渐向现实靠拢。后续Omicron和口服药是否能够确立疫情流感化的趋势，美国通胀能否回落，美国经济复苏是否会减速，都会影响加息的节奏和幅度。（详见《加息预期过度，先紧后松》）

1月第2周，美债10年期名义利率基本走平，收于1.78%，美债期限溢价小幅回落至33%分位，10年期盈亏平衡通胀预期（BEI）周内下行4bp至2.44%，10年期实际利率上行6bp，录得-0.66%。美元流动性溢价与上周基本持平（27%分位），流动性环境较宽松，信用溢价维持在历史低位（11%分位）。

1月第2周，标普500、道琼斯工业和纳斯达克指数均录得跌幅。随着国债利率的回升，美股的风险溢价较前期有所回落，标普500和道琼斯的风险溢价持续回落（30%和15%分位），纳斯达克的风险溢价降至中性的位置（见图3）。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_36329](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36329)

